

Reihe: Entrepreneurial Finance und Private Equity

Band: 1

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner / Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.
Prof. Dr. Bernd Rudolph / Prof. Dr. Dirk Schiereck

Robert Vollrath

Indikatoren der Kursentwicklung von Wachstumsunternehmen

Eine theoretische und empirische Analyse
auf der Basis von Emissionsprospekten

ÜHLENBRUCH Verlag

Bad Soden/Ts.

Inhaltsübersicht

| | | |
|-----------|---|------------|
| 1. | Einleitung..... | 1 |
| 1.1 | Problemstellung..... | 1 |
| 1.2 | Zielsetzung und Abgrenzung..... | 5 |
| 1.3 | Gang der Untersuchung..... | 10 |
| 2. | Theoretische und institutionelle Grundlagen..... | 13 |
| 2.1 | Kapitalmarkteffizienz..... | 13 |
| 2.2 | Der Neue Markt..... | 38 |
| 2.3 | Die Eigenkapitalgewährung aus informationsökonomischer Perspektive..... | 45 |
| 3. | Bedeutung des Emissionsprospekts bei der Aktienbewertung..... | 73 |
| 3.1 | Emissionsprospekt im Kontext der Investor-Relations-Aktivitäten..... | 73 |
| 3.2 | Unternehmenskommunikation und Meinungsbildung von Wertpapieranalysten..... | 80 |
| 4. | Ableitung von Performanceindikatoren..... | 85 |
| 4.1 | Emissionsdurchführung..... | 86 |
| 4.2 | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage..... | 103 |
| 4.3 | Eigentümerstruktur..... | 120 |
| 4.4 | Mitarbeiterkompensation..... | 125 |
| 4.5 | Verwendung der Emissionserlöse..... | 142 |
| 4.6 | Risikofaktoren..... | 147 |
| 4.7 | Zwischenfazit..... | 154 |
| 5. | Empirische Überprüfung der Performanceindikatoren..... | 159 |
| 5.1 | Datenbasis und Methodik..... | 159 |
| 5.2 | Empirische Ergebnisse..... | 226 |
| 5.3 | Diskussion der empirischen Ergebnisse..... | 267 |
| 6. | Zusammenfassung und Ausblick..... | 283 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----------|
| Abbildungsverzeichnis | XIII |
| Tabellenverzeichnis | XIX |
| Abkürzungsverzeichnis | XXI |
| 1. Einleitung..... | 1 |
| 1.1 Problemstellung | 1 |
| 1.2 Zielsetzung und Abgrenzung | 5 |
| 1.3 Gang der Untersuchung | 10 |
| 2. Theoretische und institutionelle Grundlagen..... | 13 |
| 2.1 Kapitalmarkteffizienz..... | 13 |
| 2.1.1 Arten der Kapitalmarkteffizienz..... | 13 |
| 2.1.2 Ansätze zur Bestimmung erwarteter Renditen..... | 14 |
| 2.1.2.1 Univariate Erklärungsansätze..... | 15 |
| 2.1.2.2 Multivariate Erklärungsansätze..... | 17 |
| 2.1.3 Bisherige Studien zur Kapitalmarkteffizienz..... | 19 |
| 2.1.3.1 Schwache Kapitalmarkteffizienz..... | 20 |
| 2.1.3.2 Halbstrenge Kapitalmarkteffizienz..... | 31 |
| 2.1.3.3 Strenge Kapitalmarkteffizienz..... | 35 |
| 2.2 Der Neue Markt | 38 |
| 2.2.1 Institutionelle Rahmenbedingungen des Neuen Marktes..... | 39 |
| 2.2.2 Der Emissionsprospekt nach dem Regelwerk des Neuen Marktes..... | 41 |
| 2.3 Die Eigenkapitalgewährung aus informationsökonomischer Perspektive..... | 45 |
| 2.3.1 Grundlagen der Informationsökonomie..... | 46 |
| 2.3.2 Informationsökonomische Kernprobleme..... | 56 |
| 2.3.2.1 Moral Hazard..... | 56 |
| 2.3.2.2 Adverse Selection..... | 60 |
| 2.3.2.3 Signalling..... | 64 |
| 2.3.3 Anwendbarkeit der informationsökonomischen Modelle auf die Eigenkapitalgewährung..... | 70 |

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 3. | Bedeutung des Emissionsprospekts bei der Aktienbewertung..... | 73 |
| 3.1 | Emissionsprospekt im Kontext der Investor-Relations-Aktivitäten..... | 73 |
| 3.2 | Unternehmenskommunikation und Meinungsbildung von Wertpapieranalysten..... | 80 |
| 4. | Ableitung von Performanceindikatoren..... | 85 |
| 4.1 | Emissionsdurchführung..... | 86 |
| 4.1.1 | Beziehung zur Emissionsbank..... | 86 |
| 4.1.1.1 | Theoretische Rechtfertigung der Intermediation..... | 86 |
| 4.1.1.2 | Reputation der Emissionsbank..... | 88 |
| 4.1.1.3 | Emissionsbezogene Ausgaben..... | 92 |
| 4.1.1.4 | Gestaltung des Emissionsvertrages..... | 95 |
| 4.1.2 | Preisfindung..... | 97 |
| 4.1.2.1 | Verfahren der Preisfindung..... | 97 |
| 4.1.2.2 | Länge der Zeichnungsfrist..... | 100 |
| 4.1.3 | Liquiditätsaspekte..... | 101 |
| 4.1.3.1 | Emissionsvolumen..... | 101 |
| 4.1.3.2 | Absoluter Aktienpreis..... | 102 |
| 4.2 | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage..... | 103 |
| 4.2.1 | Historische Ertragssituation..... | 104 |
| 4.2.1.1 | Gewinn..... | 104 |
| 4.2.1.2 | Cashflow..... | 106 |
| 4.2.2 | Wachstumsraten..... | 109 |
| 4.2.2.1 | Größenwachstum..... | 109 |
| 4.2.2.2 | Ertragswachstum..... | 111 |
| 4.2.3 | Signal- und Anreizwirkungen..... | 114 |
| 4.2.3.1 | Kapitalstruktur..... | 114 |
| 4.2.3.2 | Dividendenpolitik..... | 117 |
| 4.3 | Eigentümerstruktur..... | 120 |
| 4.3.1 | Statische Eigentümerstruktur..... | 120 |
| 4.3.2 | Veränderungen der Eigentümerstruktur..... | 123 |
| 4.3.2.1 | Relativer Umfang der Kapitalerhöhung..... | 120 |
| 4.3.2.2 | Bindungsdauer der Altaktionäre..... | 124 |

| | | |
|-----------|---|-----|
| 4.4 | Mitarbeiterkompensation..... | 125 |
| 4.4.1 | Fixe Gehaltskomponenten..... | 126 |
| 4.4.2 | Variable Gehaltskomponente: Stock-Option-Pläne..... | 128 |
| 4.4.2.1 | Grundsätzliche Wirkungsweise..... | 128 |
| 4.4.2.2 | Gestaltungsparameter..... | 132 |
| 4.4.2.2.1 | Volumen..... | 132 |
| 4.4.2.2.2 | Laufzeit..... | 133 |
| 4.4.2.2.3 | Unverfallbarkeit..... | 134 |
| 4.4.2.2.4 | Ausübungssperrfrist..... | 135 |
| 4.4.2.2.5 | Ausübungspreis..... | 136 |
| 4.4.2.2.6 | Ausübungszeitpunkte..... | 141 |
| 4.5 | Verwendung der Emissionserlöse..... | 142 |
| 4.5.1 | Realwirtschaftliche Ziele..... | 143 |
| 4.5.1.1 | Konkrete Wachstumschancen..... | 143 |
| 4.5.1.2 | Allgemeine Wachstumspläne..... | 144 |
| 4.5.2 | Finanzwirtschaftliche Ziele..... | 146 |
| 4.6 | Risikofaktoren..... | 147 |
| 4.6.1 | Gesamtrisiko..... | 147 |
| 4.6.1.1 | Umfang der Risikodarstellung..... | 147 |
| 4.6.1.1.1 | Absoluter Umfang..... | 147 |
| 4.6.1.1.2 | Relativer Umfang..... | 149 |
| 4.6.1.2 | Umfang der Unternehmensdarstellung..... | 149 |
| 4.6.2 | Einzelrisiken..... | 150 |
| 4.6.2.1 | Risiken der Emission..... | 151 |
| 4.6.2.2 | Risiken der Geschäftstätigkeit..... | 151 |
| 4.6.2.2.1 | Risiken der Geschäftstätigkeit im engeren Sinn..... | 151 |
| 4.6.2.2.2 | Rechtliche Risiken..... | 152 |
| 4.6.2.2.3 | Finanzwirtschaftliche Risiken..... | 153 |
| 4.6.2.3 | Risiken aus Interessenkonflikten..... | 154 |
| 4.7 | Zwischenfazit..... | 154 |

| | | |
|-------------|---|------------|
| 5. | Empirische Überprüfung der Performanceindikatoren..... | 159 |
| 5.1 | Datenbasis und Methodik..... | 159 |
| 5.1.1 | Datenbasis..... | 159 |
| 5.1.1.1 | Abgrenzung der Stichprobe..... | 159 |
| 5.1.1.2 | Operationalisierung der Indikatoren und deskriptive Analyse... .. | 161 |
| 5.1.1.2.1 | Emissionsdurchführung..... | 162 |
| 5.1.1.2.1.1 | Beziehung zur Emissionsbank..... | 162 |
| 5.1.1.2.1.2 | Preisfindung..... | 167 |
| 5.1.1.2.1.3 | Liquiditätsaspekte..... | 168 |
| 5.1.1.2.2 | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage..... | 171 |
| 5.1.1.2.2.1 | Historische Ertragssituation..... | 172 |
| 5.1.1.2.2.2 | Wachstumsraten..... | 174 |
| 5.1.1.2.2.3 | Signal- und Anreizwirkungen..... | 179 |
| 5.1.1.2.3 | Eigentümerstruktur..... | 182 |
| 5.1.1.2.3.1 | Statische Eigentümerstruktur..... | 182 |
| 5.1.1.2.3.2 | Veränderungen der Eigentümerstruktur..... | 183 |
| 5.1.1.2.4 | Mitarbeiterkompensation..... | 185 |
| 5.1.1.2.4.1 | Durchschnittliches Gehalt pro Vorstandsmitglied..... | 185 |
| 5.1.1.2.4.2 | Mitarbeiter-Aktionspläne..... | 186 |
| 5.1.1.2.5 | Verwendung der Emissionserlöse..... | 192 |
| 5.1.1.2.5.1 | Realwirtschaftliche Ziele..... | 192 |
| 5.1.1.2.5.2 | Finanzwirtschaftliche Ziele..... | 195 |
| 5.1.1.2.6 | Risikofaktoren..... | 197 |
| 5.1.1.2.6.1 | Gesamtrisiko..... | 197 |
| 5.1.1.2.6.2 | Einzelrisiken..... | 198 |
| 5.1.2 | Methodik..... | 205 |
| 5.1.2.1 | Einzelanalyse..... | 205 |
| 5.1.2.2 | Interdependenzanalyse..... | 221 |
| 5.2 | Empirische Ergebnisse..... | 226 |
| 5.2.1 | Einzelanalyse..... | 226 |
| 5.2.1.1 | Emissionsdurchführung..... | 226 |
| 5.2.1.2 | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage..... | 230 |
| 5.2.1.3 | Eigentümerstruktur..... | 237 |
| 5.2.1.4 | Mitarbeiterkompensation..... | 239 |

| | | |
|---------------------|--|------------|
| 5.2.1.5 | Verwendung der Emissionserlöse..... | 241 |
| 5.2.1.6 | Risikofaktoren..... | 244 |
| 5.2.2 | Interdependenzanalyse..... | 250 |
| 5.2.2.1 | Emissionsdurchführung..... | 251 |
| 5.2.2.2 | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage..... | 253 |
| 5.2.2.3 | Eigentümerstruktur..... | 258 |
| 5.2.2.4 | Mitarbeiterkompensation..... | 260 |
| 5.2.2.5 | Verwendung der Emissionserlöse..... | 261 |
| 5.2.2.6 | Risikofaktoren..... | 264 |
| 5.3 | Diskussion der empirischen Ergebnisse..... | 267 |
| 5.3.1 | Emissionsdurchführung..... | 267 |
| 5.3.2 | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage..... | 269 |
| 5.3.3 | Eigentümerstruktur..... | 271 |
| 5.3.4 | Mitarbeiterkompensation..... | 273 |
| 5.3.5 | Verwendung der Emissionserlöse..... | 276 |
| 5.3.6 | Risikofaktoren..... | 278 |
| 6. | Zusammenfassung und Ausblick..... | 283 |
| Anhang | | 289 |
| A. | Ableitung der Optimalitätsbedingungen im Adverse-Selection- Modell..... | 290 |
| B. | Börseneinführungen am Neuen Markt 01.01.2000-30.06.2000..... | 293 |
| C. | Schätzwerte der Beta-Koeffizienten..... | 295 |
| D. | Bezeichnungen der Faktorvariablen..... | 299 |
| E. | Emissionsdurchführung - Marktunabhängige Faktorergebnisse..... | 302 |
| F. | Emissionsdurchführung - Marktabhängige Faktorkoeffizienten..... | 304 |
| G. | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage - Marktunabhängige Faktorergebnisse..... | 305 |
| H. | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage - Marktabhängige Faktorkoeffizienten..... | 310 |
| I. | Eigentümerstruktur - Marktunabhängige Faktorergebnisse..... | 311 |
| J. | Eigentümerstruktur - Marktabhängige Faktorkoeffizienten..... | 313 |
| K. | Mitarbeiterkompensation - Marktunabhängige Faktorergebnisse..... | 314 |
| L. | Mitarbeiterkompensation - Marktabhängige Faktorkoeffizienten..... | 316 |

| | | |
|----|---|------------|
| M. | Verwendung der Emissionserlöse - Marktunabhängige Faktorergebnisse..... | 317 |
| N. | Verwendung der Emissionserlöse - Marktabhängige Faktorkoeffizienten..... | 320 |
| O. | Risikofaktoren - Marktunabhängige Faktorergebnisse..... | 321 |
| P. | Risikofaktoren - Marktabhängige Faktorkoeffizienten..... | 327 |
| Q. | Emissionsdurchführung - Interdependenzanalyse..... | 328 |
| R. | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage - Interdependenzanalyse..... | 333 |
| S. | Eigentümerstruktur - Interdependenzanalyse..... | 345 |
| T. | Mitarbeiterkompensation - Interdependenzanalyse..... | 348 |
| U. | Verwendung der Emissionserlöse - Interdependenzanalyse..... | 351 |
| V. | Risikofaktoren - Interdependenzanalyse..... | 356 |
| | Literaturverzeichnis..... | 363 |